

证券分析师的利益冲突行为:文献综述

□ 郑燕洪 魏海丽

(厦门大学 经济学院 福建 厦门 361005)

摘要: 证券分析师的行为特别是其利益冲突问题一直以来都是西方金融学界研究的一个热点问题,特别是美国新经济泡沫破灭后,这一领域的研究得到更多学者的关注。本文对近年来国内外关于证券分析师利益冲突行为的引发原因、具体表现以及市场反应等方面的文献进行梳理和综述。

关键词: 投资银行 证券分析师 利益冲突

从某种意义上讲,证券市场就是一个信息的市场。一个有效的证券市场是在确定证券价格时能够充分、准确地反映所有的相关信息。这里的信息指的是准确的信息(否则一般称为噪声)。高质量的信息是证券市场的“血液”,是证券市场有效运作的前提。投资银行的证券分析师是市场信息的主要提供者和分析者,他们通过股票评级(stock recommendations)和盈利预测(earnings forecasts)为投资者提供投资建议。证券分析师到处收集各种信息,运用各种分析工具和手段,分析各种证券的价格和价值,寻找价格被低估和高估的证券,并建议所在投资银行或投资机构以及客户采取相应的买卖行动。正如美国证券监管当局所指出的,证券研究对整个市场的价值是毋庸置疑的,众多证券分析师收集分析信息的活动显著提高了市场的定价效率,从而也增进了所有投资者的效益。但我们知道,证券发行者和证券投资者之间在信息上往往是不对称的、在利益上往往是不相容的:发行者总是希望以较高的价格发行股票或债券,而投资者总是希望以较低的价格购买股票或债券。而作为同时服务上述两个市场主体的信息中介,投资银行的证券分析师存在着潜在的“利益冲突”可能:他们或者发布有利于发行者的报告,或者发布有利于投资者的报告,或者利用其信息优势做有利于自身的行为,而天平的倾向取决于投资银行及证券分析师的效用函数。证券分析师“利益冲突”行为的泛滥或者使投资者远离市场,或者使投资者远离分析师,而后者也将使证券研究甚至投资银行自身失去存在的基础。因此,加强对证券分析师“利益冲突”的研究和治理,提高证券研究的客观性和独立性,既是保护广大投资者特别是处于信息劣势的中小投资者的利益,更是维护整个证券市场有效运作,提高证券市场资源配置效率的必要举措。

证券分析师的行为特别是其利益冲突问题一直以来都是西

方金融学界研究的一个热点问题,特别是美国新经济泡沫破灭后,这一领域的研究得到更多学者的关注。所谓的利益冲突是指投资银行利用其信息优势,为谋求自身或第三者利益而损害客户利益的行为,即投资银行的证券研究部门或者通过发布偏颇的、过度乐观的研究报告误导投资者,迎合发行者以招揽有厚利可图的投行业务;或者通过发布过度“乐观倾向”的研究报告诱导投资者多次交易以赚取更多的经纪业务收入;或者通过发布不够独立或公正的研究报告以牟取证券分析师自身的利益。本文拟对近年来西方关于投资银行证券分析师的“利益冲突”行为进行梳理和综述,也希望借此为提高我国证券研究部门的治理水平和监管效率提供一些启示和借鉴。

一、投行业务和经纪业务导致证券分析师的利益冲突行为

在西方国家,个人投资者和机构投资者主要依据证券分析师的研究报告进行投资决策。O'Brien和Bhushan(1990)研究发现机构投资者的投资决策主要根据证券分析师的研究报告,他们不会去投资那些不被证券分析师关注的股票。此外,较多的研究也发现,证券分析师的盈利预测(Earnings forecasts)和股票评级(Stocks recommendations)具有投资价值。Givoly和Lakonishok(1979),Stickel(1991),Womack(1996),Barber,Lehavy,McNichols和Trueman(2001)以及Jegadeesh, Kim, Krishe和Lee(2004)等学者的研究对证券分析师的作用给予充分的肯定,他们都认为证券分析师的研究报告能够给予投资者以正确的信息,即投资者利用其所提供的信息能够获得超额收益。

但更多文献关注的是证券分析师的利益冲突行为,并探讨这些利益冲突行为对金融市场的影响。部分学者认为,引发证券分析师利益冲突行为的原因之一是为所在投资银行招揽承销和并购业务, Lin和McNichols(1998),Michaely和Womack(1999)研究发现承销商所雇佣的证券分析师所提供的研究报告往往比其他分析师更为乐观和偏颇。他们往往通过发布过于乐观的研究报告以迎合拟发行证券的公司,以招揽投行业务。Bradshaw, Richardson和Sloan(2003)以及Ljungqvist, Marston和Wilhelm(2003)最新的实证研究也证实了上述观点。社会各界认定证券分析师存在“利益冲突”行为的一个主要依据是:证券分析师普遍存在着“乐观倾向(Optimism Bias)”,所给出的买的评级要远远多于卖的评级(Stickel(1990), Dreman和Berry(1995), Barber et al(2001))

①。

除了投行业务外,经纪业务也是容易和证券研究产生利益冲突的部门。Carleton, Chen 和 Steiner (1998) 研究发现经纪商的证券分析师往往会在股票评级时表现得过于乐观,所提供的研究报告往往有失独立性。Hayes (1998) 研究也发现了类似的结论。Jackson (2004) 最近的研究发现为了增加所在公司的经纪业务量,证券分析师往往发布过于乐观的研究报告以刺激投资者的交易买卖热情。

二、哪一类机构的证券分析师的“利益冲突”问题更严重

无论是任职于以承销业务为主的投资银行还是任职于以经纪业务为主的经纪商,证券分析师都存在着利益冲突的可能,那么哪种机构的证券研究的利益冲突更为厉害呢?这也是西方研究证券分析师利益冲突行为的一个热点问题。Clarke、Khorana、Patel 和 Rau (2004) 将买方分析师分为投资银行、经纪商和独立研究机构三组,考察他们盈利预测的准确性、股票评级的倾向性和市场对各组分析师研究报告的反应。他们研究发现任职于投资银行的分析师的盈利预测往往比其他分析师更为谨慎保守,并且他们业绩预测的准确程度在三组分析师中也是最高的。就三组分析师所发布的股票评级而言,他们研究发现供职于独立研究机构的分析师比其他两个机构的分析师较少发布强力买入或强力卖出的股票评级。市场往往更信任大投资银行证券分析师的股票评级,而相应地被大投资银行分析师调高评级的股票的长期表现也要优于其他两组分析师所调高评级的股票。在最新的研究中,Cowen、Groysberg 和 Healy (2004) 发现投资银行的分析师要比经纪商的分析师要更为客观些。

Michaely 和 Womack (1999) 利用 1990~1991 年间的样本数据考察证券分析师对 IPO 股票的买入推荐情况。他们在研究中将分析师分为服务于投资银行的分析师及与投资银行无关的分析师。在针对投资银行分析师的研究中,将该分析师做出“买入”评级的股票分为 2 组:一组是由分析师所在投资银行承销的股票;另一组是其他股票,结果发现后一组股票的表现要好于前一组。同时,他们还研究发现证券分析师在其所在投资银行承销股票上市前一星期内,对该股票给与“买入”评级的频率要高出与该行无关的分析师近 50%。此外,他们还研究发现投资者对于不同分析师的“买入”评级的反应是不同的,投资银行分析师推荐买入的股票超额回报是 2.8%,低于由与投资银行无关的分析师推荐买入股票 4.4% 的超额回报。

三、导致证券分析师利益冲突行为的其他原因

除了受所在公司的压力外,证券分析师也往往要面临所跟踪分析公司的压力,由此引发利益冲突行为。如 Lim (2001) 研究发现证券分析师发布较为乐观的研究报告有利于他们接触所研究公司的管理层。此外,证券分析师的个人目的也是引发利益冲突行为的一个重要原因,Hong 和 Kubik (2003) 发现倾向于发布乐观报告的分析师更容易跳槽到更好的投资银行,而 Trueman (1994) 则从理论上,Hong et al. (2000) 和 Welch (2000) 从实证上探讨证券分析师为了建立自己在证券业界的声誉,倾向于采取“羊群行为”策略,放弃自己的私人信息而跟从其他分析师的

股票评级。

四、市场对证券分析师利益冲突行为的反应

除了探讨证券分析师利益冲突的不同根源及不同程度外,证券分析师的利益冲突行为对市场资产价格的影响也是这一领域研究的热点。如果投资者能够预测到这种偏颇,并把它反应 (incorporated into) 到资产价格中,那么证券分析师偏颇的研究报告并不会对股价产生影响。Michaely 和 Womack (1999) 认为证券分析师的研究报告会对资产价格产生影响,因为投资者并没有充分地认识到分析师的研究报告往往是过于乐观。Boni 和 Womack (2002、2003) 研究探讨机构投资者和个人投资者对证券分析师研究报告的是否都能作出正确反映,他们发现机构投资者能够意识到证券分析师研究报告的过于乐观,并在定价上给予一定的折扣和修正,而个人投资者由于缺少相关的专业技能和知识经验而无法对证券分析师的研究报告进行修正,他们依据证券分析师的投资评级和盈利预测对金融资产进行定价。而 Malmendier 和 Shanthikumar (2004) 通过实证研究发现个人投资者确实容易被证券分析师过于乐观的研究报告所误导。

五、国内关于证券分析师行为问题的研究

客观地讲,我国证券研究的利益冲突问题要比国外更为严重,但国内在这一领域缺少系统和较有深度的研究,主要研究成果集中在以下几方面:

一是介绍国外的证券分析师制度以及西方投资银行证券研究的利益冲突行为:如司徒大年 (2002) 介绍了西方的证券分析师制度,探讨了证券分析师的角色、责任和定位;金雪军和蔡健琦 (2003) 分析了证券分析师的行为及其对市场的影响,在指出我国证券研究所存在问题的基础上提出应该从行业自律和严格监管两方面努力促进我国证券研究的独立公正和有效。

二是在实证上探讨我国证券分析师 (主要是证券媒体选股) 的盈利预测能力:如陈永生 (1999) 对《证券市场周刊》每周推荐的一组股票进行了统计,得到所推荐股票收益率在统计学意义上和沪深大盘指数没有区别的结论;林翔 (2000) 研究分析了 1998 年 4 月至 1999 年 6 月我国证券咨询机构预测的效果,研究发现咨询机构推荐的股票在推荐公开前有明显的超额收益,相反在推荐公开后却存在显著的负超额收益,其研究认为我国的证券研究咨询机构并不是致力于收集和分析财务信息,其拥有的私人信息少,缺乏行业分析能力,靠与客户“合谋”来赚取利润。朱宝宪和王怡凯 (2001) 研究了 1999 年 1 月到 11 月证券媒体选股建议效果,结果表明咨询机构推荐的短线投资股票组合收益要高于投资基金的收益,而推荐的中期投资股票收益低于大盘。其研究认为咨询机构具有一定的把握市场短期热点的能力。

三是探讨我国证券分析师的信息来源及分析能力等,胡奕明、林文雄和王玮璐 (2003) 通过对国内证券分析师的问卷调查,发现我国证券分析师发展总体水平较为落后,比较注重公开披露信息,而较少通过直接接触获得资料,对股权变动,一般财务数据、会计政策和开机估计等信息比较重视,但对治理结构、新

酬结构,人员素质和审计意见等重视不够,分析手段和理论基础都偏弱。胡奕明和林文雄(2005)通过问卷调查发现,证券分析师的信息关注深度、分析能力和分析质量受信息收集途径的影响很大,采用“公司调研”方式与信息关注深度及分析质量有较为显著的正相关关系,而分析能力强弱以及分析质量高低则与“使用间接信息来源”有较强的正相关关系。在这些因素中,学历和经验的影响相对较弱,学历主要对分析能力有较大影响,而工作经验对分析质量有较大影响。此外,就是林义相(2000)所主编的《论证券研究》,该书汇聚了国内众多券商对证券研究的定位、发展和规划的看法。到目前为止,还很少有对我国证券研究的利益冲突行为及其市场影响的研究,特别是定量上的实证研究。

截至2004年3月底,我国共有证券投资咨询机构110家,其中券商研究机构有50多家。但根据《新财富》杂志的调查显示,我国券商的证券研究还是以对内服务为主,没有研究机构“以服务外部为目标”,仅有13%的研究机构定位为“对外服务和对内服务都很重要,但侧重外部”。显然,这样的“内向”定位使我国券商证券研究部门很难坚持“独立性”和“客观性”。随着我国证券市场投资主体的机构化,券商证券研究潜在的“利益冲突”问题也受到基金经理的日益关注和质疑。并且,我国证券市场要与国际接轨以及QFII的引入也要求我国的证券研究在“独立性”和“客观性”上应与国际同行接轨。因此,加强对证券研究“利益冲突”的分析,并在此基础上探讨可行有效的监管和治理措施,具有重要的理论和现实意义。这一领域的研究应该得到更多国内学者的关注和重视。

注释:

①美国证券业协会认为证券分析师“买的”评级比例多于“卖的”评级是自然的,原因至少有以下几点:首先,在美国证券市场上上市公司众多,分析师只能选择其中一小部分证券进行跟踪研究,所以通常会选择前景较好的公司;其次,投资者大都是多头帐户,一般不愿意卖空证券;第三,分析师通常倾向于长期投资。因此,分析师倾向于推荐买股票。这一解释应该是合理的。

参考文献:

- [1] Hong, Harrison, and Jeffrey D. Kubik, 2003, Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts, *Journal of Finance* 58, 313-351.
- [2] Krigman, Laurie, Wayne H. Shaw, and Kent L. Womack, 2001, Why do firms switch underwriters? *Journal of Financial Economics* 60, 245-284.
- [3] Lim (2001): "Rationality and Analysts' Forecast Bias," *Journal of Finance*.
- [4] Marilyn E. Skiles(2003): "After the Bubble has Burst: New Regulation for Research Analysts in the U. S." SIA Research Reports.
- [5] Bradley, Daniel J., Bradford D. Jordan, and Jay R. Ritter, 2003, The quiet period goes out with a bang, *Journal of Finance* 58, 1-36.
- [6] Clarke, Jonathan, Ajay Khorana, Ajay Patel, and P. Raghavendra Rau, "Analyst Behavior at Independent Research Firms, Brokerage Houses,

and Investment Banks: Conflicts of Interest or Better Information," Working Paper, Purdue University, March 2004.

- [7] Hirshleifer, Jack, "The Private and Social Value of Information, and the Reward to Inventive Activity," 1971, *American Economic Review*, 61(4), pp. 561-574.
- [8] Ljungqvist, Alexander, Felicia Marston, and William Wilhelm, "Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations," Working Paper, December 8, 2003.
- [9] Michaely, Roni, and Kent L. Womack, 1999, Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, *Review of Financial Studies* 12, 653-686.
- [10] Ritter, Jay and Ivo Welch, "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations," 2002, *Journal of Finance* 57(4), 1795-1828.
- [11] Womack, Kent L., "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" 1996, *Journal of Finance* 51: 137-167.
- [12] Erik Sirri, "Investment Banks, Scope, and Unavoidable Conflicts of Interest" working paper, Babson College, April 2004.
- [13] Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen McNichols and Brett Trueman, 2001, Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns *Journal of Finance* 56, 531-563.
- [14] Bradshaw, Mark T., Scott A. Richardson and Richard G. Sloan, 2003, An empirical analysis of the relation between corporate financing activities and sell-side analyst research, Working Paper, University of Michigan.
- [15] Clement, Michael B. and Senyo Y. Tse, 2003, Do investors respond to analysts' forecast revisions as if forecast accuracy is all that matters? *Accounting Review* 78, 227-249.
- [16] Clement, Michael B. and Senyo Y. Tse, 2005, Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting, *Journal of Finance*, forthcoming.
- [17] Irvine, Paul, 2004, Analysts' forecasts and brokerage-firm trading, *Accounting Review* 79, 125-149.
- [18] Jegadeesh, Narasimhan, Joonghyuk Kim, Susan D. Krische and Charles M. C. Lee, 2004, Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *Journal of Finance* 59, 1083-1124.
- [19] 司徒大年. 证券分析师的角色、责任和独立性[J]. 证券市场导报 2002, (06).
- [20] 金雪军, 蔡健琦. 2003. 证券分析师行为及其市场影响[J]. 证券市场导报 2003, (08).
- [21] 林义相. 论证券研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2000.

作者简介:

郑燕洪(1968-),男,福建仙游人,厦门大学金融系博士生。

魏海丽(1978-),女,山东淄博人,厦门大学会计系博士生。